

ויתניה בע"מ

A2	דירוג סדרה א'
----	---------------

הדירוג ניתן לאג"ח (סדרה א') בסכום של עד 250 מיליון ש"ח שתנפיק ויתניה בע"מ. האג"ח ייפרע במח"מ של 5 שנים, יישא ריבית ויהיה צמוד למדד המחירים לצרכן. תמורת הגיוס מיועדת למימון פעילותה של החברה.

פרופיל החברה

ויתניה בע"מ ("ויתניה" או "החברה") הינה חברה פרטית העוסקת, במישרין ובאמצעות חברות בנות, בפעילות בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר בישראל וכן בחו"ל, וכן צפויה להשתלב בפעילות בתחום ייזום נדל"ן למגורים בחו"ל. במסגרת תחום פעילותה עוסקת כיום החברה בפיתוח, ייזום, בנייה, השכרה והפעלה של נכסים מניבים הכוללים שטחי משרדים, מסחר, מלונות וחניות. נכון למועד דוח זה הכנסותיה של החברה (הכוללות הכנסות מחברות כלולות) נובעות מארבעה נכסים מניבים בישראל בשטח כולל של כ-80,000 מ"ר, אשר תורמים הכנסות שנתיות של כ-30 מיליון ש"ח, ו-2 נכסים מניבים בחו"ל בשטח כולל של כ-4,000 מ"ר, אשר תורמים הכנסות שנתיות של כ-2 מיליון ש"ח.¹ בנוסף, לחברה מקרקעין בישראל ובחו"ל הכוללים זכויות בנייה להקמת נכסים לשימושים שונים בהיקף של כ-215,000 מ"ר.

ויתניה בע"מ: נתונים כספיים עיקריים

FY-2004	FY-2005	FY-2006	Q1-Q3/2007	
5,003	4,995	8,241	18,875	הכנסות ²
3,028	3,498	5,422	15,301	NOI
55%	63%	60%	79%	NOI % להכנסות
2,631	7,152	4,181	16,547	הוצאות מימון
1,653	1,059	4,881	1,887	חלק החברה ברווחי חברות ושותפויות כלולות
(4,584)	264	6,155	25,005	רווח נקי (ללא נטרול שערך נדל"ן ³)
141,318	68,291	233,914	286,326	חוב פיננסי לסוף תקופה
-	90,164	276,473	419,194	סה"כ נדל"ן להשקעה כולל פיתוח לסוף תקופה

מחברים:
יובל זינריך
אנליסט
yuvatz@midroog.co.il

רן גולדשטיין
ראש צוות
rang@midroog.co.il

אנשי קשר:
אביטל בר דיין
סמנכ"ל, ראש תחום
תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 25.2.2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

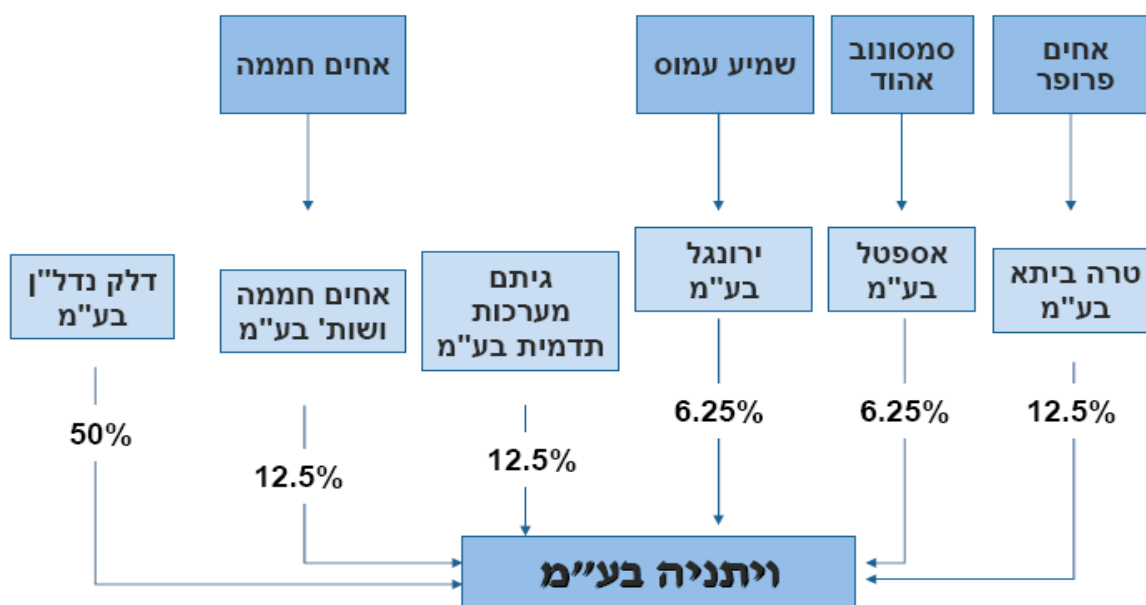
¹ הכנסות החברה בפסקה זו כוללות הכנסות מחברות כלולות אשר אינן נרשמות כהכנסות ישירות של החברה.
² הכנסות החברה בשנים 2004-2006 נרשמו בגין נכס אחד בלבד, בית אמפא, אשר החברה מחזיקה בו ישירות בלמעלה מ-50%. יתרת הכנסות החברה משאר נכסיה מסווגות כהכנסות מחברות כלולות. החל משנת 2007 נובעות הכנסות החברה משני נכסים נוספים, בית אמצור ובית זיואל, לאחר שלחברה הוקצו מלוא מניות גלי שלום אשר מחזיקה בכ-59% מבית אמצור ו-47% ממניות זיואל אשר מחזיקה בכ-60% מבית זיואל.
³ החל מיום 1.1.2007 מיישמת החברה את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה לפי מודל השווי ההוגן ובהתאם ערכה שערך לנכסיה.

המשך הטבלה

FY-2004	FY-2005	FY-2006	Q1-Q3/2007	
187,264	185,812	425,351	579,296	סך נכסים לסוף תקופה
12,906	35,414	105,678	*190,593	הון עצמי לסוף תקופה
98.2%	64.6%	64.9%	*55.0%	חוב / CAP
6.9%	19.1%	24.8%	*32.9%	הון עצמי / סך מאזן

* נתונים לפני המרת אגרות החוב על ידי דלק נדל"ן

בחודש ספטמבר 2006 חתמה החברה ביחד עם בעלי מניותיה, טרא ביתא בע"מ, אספטל בע"מ, ירונגל בע"מ, גיתם מערכות תדמית בע"מ ואחים חממה ושות' בע"מ על הסכם הלוואה לפיו העמידה דלק נדל"ן בע"מ ("דלק נדל"ן") לחברה הלוואה בסך של כ-47.4 מיליון דולר הניתנת להמרה ל-50% מהון המניות של החברה. בחודש דצמבר 2007 המירה דלק נדל"ן את אגרות החוב למניות והפכה לבעלת 50% ממניות החברה. מבנה הבעלות בחברה לאחר המרת המניות של דלק נדל"ן מוצג בתרשים הבא:



ריכוזיות במיקומי הנכסים בהרצליה ורמת החייל, שיעורי תפוסה גבוהים, בעיקר על ידי שוכרים מענף ההייטק

נכסי החברה בישראל, המהווים גם את עיקר נכסיה בכלל, מרוכזים בשני אזורי תעשייה במרכז הארץ, בהרצליה פיתוח וברמת החייל בתל-אביב. כחלק מפעילות הייזום הצפויה של החברה בשנים הקרובות, היא צפויה להקים שני נכסים נוספים באזור התעשייה של רמת החייל. עם זאת, הפרויקטים היזמיים הגדולים המשמעותיים של החברה בשנים הקרובות צפויים להיות מוקמים בפולין, כפי שיורחב בהמשך הדוח. עיקר שטחי הנכסים מושכרים לחברות טכנולוגיה הייטק והחברה מציגה לאורך השנים האחרונות שיעורי תפוסה גבוהים מאוד בהם.

נתונים עיקריים על נכסי החברה בישראל ובחול"ל מפורטים בטבלאות הבאות (נתונים כספיים באלפי ש"ח):

נכסים בישראל

הנכס	מיקום	שימוש	מועד רכישה / הפעלה	שטח (100%) במ"ר	שיעור אחזקת החברה בנכס	שותפים	שטח החברה (במ"ר) בנכס	שיעור תפוסה * 9.2007
בית אמפא	הרצליה פיתוח	מסחרי + משרדים חניון	1999	16,000	33.95%	אמפא נדל"ן - בעלי הקרקע	5,432	99%
				32,000	51.00%		16,320	חניון ציבורי
בית אמצור	הרצליה פיתוח	מסחרי + משרדים חניון	1997	12,500	57.50%	אמצור בע"מ - בעלי הקרקע	7,015	98%
				6,500	60.70%		3,945	
				8,000	60.70%		4,856	
				3,000	68.50%		2,055	
				10,000	57.50%		5,750	
בית ורינט	הרצליה פיתוח	מסחרי + משרדים חניון	2004	19,000	29.25%	אי טי אם - בעלי הקרקע ושותפים בנכס וגנדן - שותפים בנכס	5,558	100%
				26,000	39.63%		10,303	
בית זיויאל	רמת החייל	מסחרי + משרדים חניון	2001	32,000	28.20%	בית דרור - בעלי הקרקע ושותפים בנכס אלקטרה נדל"ן, עמוס שמיע ואהוד סמסונוב - שותפים בנכס	9,024	100%
				12,000	35.25%		4,230	
				24,000	28.20%		6,768	
סה"כ				201,000			81,256	

* שיעורי התפוסה של החברה בכל אחד מנכסיה בישראל בין השנים 2003-2007 (למעט בית ורינט שאוכלס בשנת 2005) הינם בשיעורים של כ-100%-95%.

נכסים בחול"ל

הנכס	מיקום	שימוש	מועד רכישה / הפעלה	שטח (100%) במ"ר	שיעור אחזקת החברה בנכס	שותפים	שטח החברה (במ"ר) בנכס	שיעור תפוסה * 9.2007
Cranbury Executive Center	ניו ג'רזי, ארה"ב	משרדים		9,290	33.00%	מס' רב של פרטיים וחברות	3,066	70%
Wall Professional Building	ניו ג'רזי, ארה"ב	משרדים		2,230	12.50%		279	100%
סה"כ				11,520			3,345	

תקופת הסכמי שכירות ממוצעת קצרה יחסית

רוב הסכמי השכירות של החברה הינם לתקופות קצרות יחסית של עד כ-3 שנים, נתון החושף אותה לקושי בהשכרת הנכסים במידה והמשק ייקלע למיתון. עם זאת, קיימים לחברה גם הסכמים ארוכי טווח עם שוכרים מהותיים בנכסיה, כגון ורינט והולמס פלייס, אשר ההסכמים עימם צפויים להסתיים בשנת 2015 ו-2020, בהתאמה, אשר מניבים כ-5 מיליון ש"ח דמי שכירות שנתיים, ואשר ממתנים במידה מסוימת את הסיכון הנובע מהסכמים קצרים עם שוכרים אחרים. לטענת החברה, שכר הדירה הממוצע הנגבה משוכרים בחלק מהנכסים הינו נמוך ממחיר השוק כפועל יוצא מחתימת הסכמים ארוכי טווח בעבר ובהתאם קיים פוטנציאל להעלאת דמי השכירות לשוכרים אלו או שוכרים חליפיים בתום תקופת השכירות.

נכסים בישראל

שכ"ד שנתי מייצג (חלקה של ויתניה)**	שכ"ד שנתי מייצג (כלל הנכס)	משך חוזים ממוצע	הכנסות שנתיות מייצגות משוכרים עיקריים (חלקה של ויתניה)	מס' שוכרים עיקריים*	מספר שוכרים	הנכס
6,298	16,249	2008-2010	2,489	3	25	בית אמפא
10,489	19,414	2008-2012	6,761	3	19	בית אמצור
4,494	9,137	וריינט - 2015	4,074	1	3	בית ורינט
8,405	20,054	2010-2012	7,825	3	7	בית זיויאל
29,686	64,854					סה"כ

* שוכרים מהותיים המהווים למעלה מ-5% מהכנסות החברה השנתיות מהנכס.

** שכר דירה שנתי כולל חלקה של החברה בדמי השכירות מחברות כלולות. דמי השכירות בנכסים הנגבים בדולרים וחושבו על בסיס שער חליפין של 4 ש"ח לדולר.

נכסים בחו"ל

שכ"ד שנתי מייצג (חלקה של ויתניה)*	שכ"ד שנתי מייצג (כלל הנכס)	משך חוזים ממוצע	הכנסות שנתיות מייצגות משוכרים עיקריים (חלקה של ויתניה)	מס' שוכרים עיקריים	מספר שוכרים	הנכס
2,080	6,240	NA	NA	NA	NA	Cranbury Executive Center
224	1,788	NA	NA	NA	NA	Wall Professional Building
2,304	8,028					סה"כ

* שכר דירה שנתי כולל חלקה של החברה בדמי השכירות מחברות כלולות. דמי השכירות בנכסים הנגבים בדולרים וחושבו על בסיס שער חליפין של 4 ש"ח לדולר.

שיעורי LTV טובים על נכסי החברה בישראל

כנגד כל אחד מנכסי החברה עומדת הלוואה בנקאית, כאשר נכון למועד דוח זה, החברה מציגה שיעור LTV כולל ממוצע טוב על נכסיה המניבים בישראל העומד על כ-36%. להערכת מידרוג, שיעור זה משקף רמת מינוף נמוכה אשר עשויה לאפשר לחברה מינוף נוסף של הנכסים במידת הצורך. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי פנויות בבנקים, כמפורט בהמשך, המותרות לה גמישות פיננסית.

נכסים בישראל

שיעור NOI משווי הנכס*	NOI שנתי מייצג (חלקה של ויתניה)*	LTV	יתרת הלוואות של (חלקה של ויתניה, נכון לינואר 2008)	הערכת שומאי לנכס ליום 30.6.2007 (חלקה של ויתניה)	הנכס
6.5%	5,220	32.7%	26,148	80,000	בית אמפא
7.7%	9,960	33.6%	43,743	130,000	בית אמצור
8.4%	4,786	37.4%	21,365	57,056	בית ורינט
6.9%	8,695	40.6%	51,462	126,900	בית זיויאל
7.0%	27,670	36.2%	142,718	393,956	סה"כ

* חושב על בסיס נתוני ספטמבר 2007 בגילום שנתי בהתבסס על הוצאות ניהול ואחזקה שכללו הוצאות חד-פעמיות.

נכסים בחו"ל

שיעור NOI משווי הנכס*	NOI שנתי מייצג (חלקה של ויתניה)*	LTV	יתרת הלוואות של (חלקה של ויתניה, נכון לינואר 2008)	הערכת שומאי לנכס ליום 30.6.2007 (חלקה של ויתניה)	הנכס
NA	NA	NA	NA	NA	Cranbury Executive Center
NA	NA	NA	NA	NA	Wall Professional Building

תיאור נכסי החברה:

ישראל:

בית אמפא – מתחם של שני בנייני משרדים הממוקמים באזור התעשייה של הרצליה פיתוח אשר מוחזקים במשותף עם חברת אמפא נדל"ן ("אמפא"). הסכמי השכירות עם השוכרים בבניין צפויים להסתיים בשלושת השנים הקרובות, למעט ההסכם עם הולמס פלייס שצפוי להסתיים בשנת 2020. לחלק מהשוכרים בבניינים קיימות אופציות להארכת ההסכמים בכשנה עד שלוש שנים נוספות. חלקה היחסי של ויתניה בנכס הוערך על ידי שומאי נכון ליום 30.6.2007 בכ-80 מיליון ש"ח. בבניין זכויות בנייה נוספות של כ-15,000 מ"ר, מתוכן 5,250 מ"ר אושרו לבנייה 4 קומות נוספות במבנה המערבי. החברה מעריכה את עלות הקמת הקומות (ברמת המעטפת) בכ-4.4 מיליון דולר כאשר שווי חלק החברה בנכס לאחר שיושלם (ברמת המעטפת) מוערך בכ-6.8 מיליון דולר. החברה פועלת בשיתוף עם עיריית הרצליה למימוש יתרת זכויות הבנייה בשטח צמוד למבנה המזרחי אשר הופקע בעבר למטרות חניה. בתמורה להשבת הקרקע התחייבה החברה לבנייה והפעלה של שני מרתפי חניה עבור עיריית הרצליה. לאור קבלת היתר בנייה בקרקע הנמצאת סמוך לבית אמפא המתיר בנייה לגובה בוחנת החברה לפנות למשרד הביטחון על מנת לקבל אישור למימוש הזכויות על המבנה הקיים.

בית אמצור – בניין משרדים הממוקם באזור התעשייה של הרצליה פיתוח החברה מחזיקה בכ-60% מהבניין באמצעות חברת גלי שלום השקעות, פיתוח ותיירות בע"מ ("גלי שלום"), חברה אשר בבעלותה המלאה. שותפה לחברה בפרויקט הינה חברת אמצור, בשליטתה של אמפא. השוכרים המהותיים בבניין הינן חברות מענף ההייטק שהכנסות מהן מהוות כ-26.0%, כ-23.5% וכ-14.9%, בהתאמה, מסך הכנסות החברה השנתיות מהנכס. הסכמי השכירות עם השוכרים בבניין צפויים להסתיים במהלך 3-4 השנים הקרובות, כאשר ההסכמים עם השוכרים המהותיים בנכס צפויים להסתיים במהלך שנת 2008. החברה נמצאת במשא ומתן עם השוכרים המהותיים להארכת הסכמי השכירות, כאשר עם אחד מהם נחתם הסכם הארכה עד 2013 עם אופציה לחמש שנים נוספות על שטח הנמוך בכ-20% מהשטח במסגרת ההסכם הקודם עם השוכר. חלקה של גלי שלום בנכס הוערך על ידי שמאי נכון ליום 30.6.2007 בכ-130 מיליון ש"ח.

בית ורינט – בניין משרדים הממוקם באזור התעשייה של הרצליה פיתוח. החברה מחזיקה בכ-50% מרוני דו אשר מחזיקה ב-58.5% מבית ורינט. הבניין נבנה בעסקת קומבינציה כאשר בעלי הקרקע, חברת ETM, מחזיקה ביתרת השטח בהתאם להסכם הקומבינציה. הכנסות החברה מהשוכרות המהותיות בבניין, חברת ורינט, מהוות כ-90.7% מסך הכנסות החברה השנתיות מהנכס. ניהול ותפעול הבניין מתבצע על ידי SGS ושיעור התפוסה בו נכון למועד דוח זה עומד על 100%. הסכם השכירות עם ורינט צפוי להסתיים ב-30.9.2015. חלקה של רוני דו בנכס הוערך על ידי שמאי נכון ליום 30.6.2007 בכ-114 מיליון ש"ח.

בית זיואל – בניין משרדים הממוקם באזור התעשייה של רמת החייל החברה מחזיקה בכ-47% ממניות זיואל המחזיקה בכ-60% מהנכס. הבניין נבנה בעסקת קומבינציה כאשר בעלי הקרקע, חברת בית דרור, מחזיקה ביתרת השטח בהתאם להסכם הקומבינציה. הכנסות החברה מהשוכרות המהותיות בבניין, שתי חברות הייטק, מהוות כ-51.0% וכ-37.3% מסך הכנסות החברה מהנכס. ניהול ותפעול הבניין מתבצע על ידי חברת SGS ושיעור התפוסה בו נכון למועד דוח זה עומד על 100%. הסכמי השכירות עם השוכרות המהותיות צפויים להסתיים בשנת 2011. חלקה של זיואל בנכס הוערך על ידי שמאי נכון ליום 30.6.2007 בכ-270 מיליון ש"ח.

ארצות הברית:

החברה מחזיקה באמצעות Vitania USA, חברה בת בבעלות מלאה, שני נכסים בניו ג'רזי, ארצות הברית, אשר ההכנסות השנתיות מהם מסתכמות בסך של כ-2 מיליון ש"ח. במסגרת ההסכם עם דלק נדל"ן התחייבה החברה ובעלי המניות המייסדים לפעול למכירת כל זכויותיה של החברה בנכסיה בארצות הברית המוחזקים על ידי Vitania USA בלוחות זמנים מוסכמים על ידי הצדדים.

להלן נתונים עיקריים ותיאורם של הפרויקטים היזמיים הצפויים של החברה בישראל בשנים הקרובות:

שם הפרויקט	שימושים	מיקום	חלק החברה בפרויקט	שותפים בפרויקט
אור יהודה	משרדים + מסחרי	אזור התעשייה אור יהודה	50%	מס' אנשי עסקים פרטיים
מגדל	מלונאות	צומת מגדל	50%	
	מסחרי			
	מגורים			
עד 120 רמת החייל	דיור מוגן	רמת החייל	25% (שותפות)	אמחל
חנות טיב טעם	מסחרי	רמת החייל	30%	בית דרור
חנויות רחוב	מסחרי	רמת החייל	100%	
חניון	אחר	רמת החייל	100%	
זכויות קיימות להקמת משרדים	משרדים	רמת החייל	100%	
הרחבה למשרדים נוספים	משרדים	רמת החייל	100%	
מלון זיואל	מלונאות	רמת החייל	47% (הסכם קומבינציה)	בית דרור בקרקע, אלקטרה נדל"ן ו-SGS בחברה
תוספת קומות בבית אמפא	משרדים	הרצליה פיתוח	54% (הסכם קומבינציה)	חברת אמפא
לה גארדיה	משרדים + מסחרי	תל אביב	50%	נכסי ד.מ.ר בע"מ

שם הפרויקט	שטח מתוכנן לבניה (מ"ר)	שטח מקרקעין (מ"ר)	סה"כ עלות צפויה (מ' \$)
אור יהודה	78,500	18,870	65.0
מגדל	20,400	50,000	40
עד 120 רמת החייל	39,500	14,618	60.5
חנות טיב טעם	5,200		
חנויות רחוב	1,000		
חניון	885		
זכויות קיימות להקמת משרדים	3,670		
הרחבה למשרדים נוספים	17,200		
מלון זיואל	8,505		
תוספת קומות בבית אמפא	5,250	4.5	
לה גארדיה	18,000	5,000	53.6

מלון זיואל - החברה נמצאת בהליכי הקמת בית מלון בצמוד לבית זיואל (ברמת מעטפת בלבד). החברה חתמה על הסכם להשכרת כלל המבנה בהיקף של כ-8,571 מ"ר ברוטו לתקופה של 15 שנה עם אופציות להארכה לתקופות של 5 ו-4 שנים נוספות לחברת מלונות פתאל תמורת דמי שכירות של כ-320 אלף דולר לשנה. עלות הקמת הפרויקט (ברמת מעטפת) מוערכת על ידי החברה בכ-6.9 מיליון דולר.

פרויקט דבורה הנביאה - החברה נמצאת בשלבים ראשוניים של הקמת פרויקט לדיור מוגן ברמת החייל על שטח של כ-14,600 מ"ר. החברה שותפה בפרויקט באמצעות חברת הבת א.ס. אורי השקעות ונכסים (2000) בע"מ ("א.ס. אורי") (שיעור שותפות של כ-25%) אשר שותפה ב"עד 120 רמת החייל" ("עד 120"), שותפות מוגבלת. השותפה הנוספת בשיעור של 75% הינה חברת אמ-חל בע"מ, חברה המתמחה בדיור מוגן בבעלות הפניקס. פרויקט דבורה הנביאה צפוי

לכלול בית דיור מוגן בהיקף של כ-31,500 מ"ר, אשר ינוהל באמצעות אמ-חל. שטח מסחרי בהיקף של כ-5,900 מ"ר (מתוכו שטח של כ-4,900 מ"ר הושכר לרשת מזון לתקופה של כ-10 שנים עם אופציה ל-15 שנה נוספות. החברה מחזיקה ב-30% מהזכויות ביחס לשטח המיועד לרשת מזון), שדירת חנויות רחוב בהיקף של כ-900 מ"ר ושטחי משרדים בהיקף של כ-2,000 מ"ר. החברה פועלת לקידום תב"ע אשר תאפשר את הגדלת זכויות המקרקעין לשיעור של 274% ותקנה לחברה תוספת של כ-10,800 מ"ר שטח עיקרי (כ-15,000 מ"ר ברוטו). החברה מתכננת לבנות בזכויות המשרדים הקיימות, יחד עם הזכויות העתידיות, מגדל משרדים בשטח של כ-17,000 מ"ר ברוטו. החברה צופה כי כל השלבים בפרויקט יושלמו תוך תקופה של עד שלוש שנים.

פרויקט קדמת שדה התעופה – אור יהודה – במהלך הרבעון השני של שנת 2007 נכנסה החברה כבעלת מניות בחברת מאי א.ב. נדל"ן ("מאיי") אשר זכתה בינואר 2007 ב-4 מכרזים על קרקעות בשטח כולל של כ-18,870 מ"ר בחוזה חכירה ל-98 שנה עם אופציה ל-98 שנה נוספות. החברה עתידה לבנות בשטח פרויקט לתעשייה עתירת ידע בשטח עילי כולל של כ-44,500 מ"ר ושטח תת קרקעי של כ-34,000 מ"ר כאשר החברה, באמצעות SGS, תנהל את הפרויקט בעבור השותפים. נכון למועד דוח זה הפרויקט נמצא בשלבי תכנון מתקדמים ובעיצומם של הליכים להוצאת היתר בנייה. במקביל, מנהלת כיום החברה משא ומתן עם בנק וחברת הייטק להשכרת שטחים במתחם. להערכת החברה, מיקומו האטרקטיבי של הפרויקט, בקרבת שדה התעופה וכביש תל אביב-ירושלים, צפוי להגביר את הביקושים להשכרת נכסים במתחם והוא עתיד להתחרות במתחם ה-Airport City הסמוך אליו. החברה מעריכה את עלות הקמת הפרויקט (ברמת המעטפת) בכ-57 מיליון דולר. החברה צופה כי הפרויקט יושלם תוך כשלוש שנים.

פרויקט מגדל – במהלך מרץ 2007 נכנסה החברה כבעלת מניות בחברת מ.ע.א. השקעות בע"מ ("מ.ע.א."). השותפים בחברה הינם בעלי הקרקע בצומת מגדל (צפונית לטבריה), וכוללים את מר שמעון מזרחי והאחים אורי ועמית מס. בגין 50% מהמניות שהוקצו לה התחייבה החברה להזרים 10 מיליון דולר לתוך החברה כהון עצמי לצורך הקמת הפרויקט. הכספים יועברו בהתאם לקצב ההוצאות והתקדמות הבנייה. מ.ע.א. מחזיקה במתחם קרקע של כ-50,000 מ"ר המשתרע מצומת מגדל (צפונית לטבריה) ועד סמוך לשפת הכנרת. החברה עתידה לבנות בקרקע פרויקט בהיקף של כ-14,500 מ"ר מסחרי, כ-6,000 למטרות מלונאות וכ-6,000 מ"ר מגורים אשר יועמדו לטובת המאגר המלונאי כשלא יהיו בשימוש. ויתניה, באמצעות SGS, תנהל את הפרויקט בעבור השותפים. החברה נמצאת כיום בשלבי תכנון של הפרויקט על מנת להוציא היתר בנייה. החברה מעריכה את עלות הקמת הפרויקט (ברמת המעטפת) בכ-29 מיליון דולר.

פרויקט לה גארדיה – בסוף חודש ינואר 2008 רכשה החברה בשותפות עם חברת נכסי ד.מ.ר בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה של דלק מוטורס, מגרש בהיקף של כ-5 דונם. על המגרש יוקם בניין משרדים ומסחר, אשר ישמש כנכס מניב, עבור חברת מאזדה-פורד, בהיקף של כ-18,000 מ"ר ושטח המיועד לעד 5 מרתפים. עלות הקרקע הכוללת מסתכמת בכ-64 מיליון ש"ח. עלות ההשקעה הכוללת בפרויקט צפויה לעמוד על כ-294 מיליון ש"ח. החברה צפויה לממן את חלקה בעסקה המסתכם בכ-32 מיליון ש"ח מהון עצמי אשר יומר בהמשך בהלוואה שתעמיד לרשותה דלק מוטורס. הפרויקט ינוהל על ידי SGS.

להלן נתונים עיקריים ותיאורם של הפרויקטים היזמיים הצפויים של החברה בפולין בשנים הקרובות:

מצב הליך תכנוני	מועד סיום צפוי	מועד התחלת פרויקט	יעוד הפרויקט	עלות השקעה של החברה (במ' \$ כולל קרקע)	חלק החברה בפרויקט	עלות השקעה כוללת (במ' \$)	מיקום	הפרויקט
בתכנון	2013	חציון שני 2008	מגורים, מלונאות, מסחר ופנאי	270	50%	540	גדנסק	גדנסק
בתכנון להוצאת היתר	חציון ראשון 2010	חציון שני 2008	מגורים ומלונאות	10.5	50%	21	גדנסק	חמיילנה
בתכנון להוצאת היתר	חציון ראשון 2010	חציון שני 2008	מגורים ומסחר	29	50%	58	גדנסק	שפרינייה

פרויקט גדנסק, פולין – החברה הינה בעלת מניות (50%) בחברת Afik Gdansk Sp. Z.o.o ("אפיק גדנסק"), חברה בת של חברת אפיק הירדן אחזקות (2006) בע"מ ("אפיק הירדן")⁴, אשר התקשרה בהסכם לרכישת 22,600 מ"ר באזור יוקרתי על שפת הים הבלטי בעיר גדנסק בפולין תמורת סך של כ-129 מיליון דולר. אפיק גדנסק שילמה לבעל הזכויות במקרקעין כ-10% מהתמורה (כ-12.3 מיליון דולר) כנגד רישום הערת אזהרה לטובתה על המקרקעין. על הקרקע מתוכנן להיבנות פרויקט משולב של מלון דירות ביחד עם מלון רגיל, שטחים מסחריים ושימושי פנאי, בריאות וספורט בהיקף כולל של 153,250 מ"ר נטו. מתוך שטח זה כ-131,250 מ"ר מיועדים לבניית מלון דירות (בהתאם לאישור העירייה המקומית הדירות יוגדרו כפרטיות ויכללו להימכר לצדדים שלישיים לשימוש הפרטי), כ-12,400 מ"ר מיועדים לבניית מלון, כ-7,000 מ"ר מיועדים לפארק מים וכ-2,600 מ"ר מיועדים לשימושים מסחריים. בהתאם לתוכנית ארכיטקטונית ראשונית שהכינה אפיק גדנסק היא מתכננת לבנות במקום 4 מגדלים של כ-50 קומות, כל אחד, אשר יכללו כ-1,250 דירות ומלון. היקף ההשקעה הכולל בפרויקט מוערך בכ-540 מיליון דולר. החברה תעמיד הלוואת בעלים נוספת על חשבון חלקו של השותף בפרויקט בסך של כ-13 מיליון דולר. חלוקת הרווחים בפרויקט תתבצע בהתאם לשיעור הלוואות הבעלים עד החזרן המלא. החברה צפויה לממן את רוב חלקה בעסקה באמצעות מימון בנקאי.

⁴ אפיק הירדן הינה חברה פרטית בשליטת האחים עיני שהוקמה בחברת אחזקות לצורך אחזקה משותפת בנכסי נדל"ן באמצעות שותפים.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

שינוי במבנה השליטה עם המרת אגרות חוב למניות על ידי דלק נדל"ן והפיכתה לבעלת השליטה בחברה לרבות שינוי באסטרטגיה העסקית של החברה

כמתואר לעיל, בחודש דצמבר 2007 המירה דלק נדל"ן אגרות חוב להמרה שהועמדו לטובתה על ידי החברה והפכה לבעלת שליטה בחברה. בעקבות ההמרה מינתה דלק נדל"ן מחצית מחברי הדירקטוריון בחברה, לרבות יו"ר הדירקטוריון. דלק נדל"ן פועלת בתחום הנדל"ן המניב בחו"ל באמצעות דלק בלרון בינלאומי בע"מ ("דלק בלרון"), חברה בת בבעלותה המלאה, וכן בייזום פרויקטים למגורים באזורי ביקוש, ביזום ורכישה של פרויקטים למשרדים ולמסחר, וכן בהקמת תחנות דלק ופיתוח שטחי נדל"ן מניב הצמודים להם ובהשכרת שטחי נדל"ן מניב שבעלותה. דלק נדל"ן מייצגת את ביצוע פעילות תחום הייזום לויתניה. דלק נדל"ן רואה ברכישת הבעלות בחברה כהשקעה אסטרטגית והצהירה כי יש בכוונתה לתמוך בפעילות ויתניה כשם שהיא תומכת בפעילויות חברות אחרות בקבוצה וזאת כפילוסופיה עסקית. בנוסף, התחייבה דלק נדל"ן כי כל פעילות הייזום והפיתוח בארץ תבוצע על ידי ויתניה. להערכת מידרוג, לאחר המרת האג"ח על ידי דלק נדל"ן וכניסתה כבעלים בחברה, החברה מצויה בשלבי שינוי האסטרטגיה העסקית המתבטא בהרחבת משמעותית של פעילותה בחו"ל וכניסה לפרויקטים של יזום נדל"ן למגורים. להערכת מידרוג, השינוי בבעלות על החברה עשוי ליצור הזדמנויות רבות לפיתוח עסקיה של החברה, ואולם טומן בחובו סיכונים כגון כניסה לפעילויות חדשות וגדולות היקף בהן לחברה ניסיון מועט.

דלק נדל"ן – נתונים פיננסיים עיקריים

FY 2004	FY 2005	FY 2006	1-9/2007	מיליוני ש"ח
640	713	1,003	2,737	הכנסות
124	121	330	433	רווח נקי
486	697	1,489	4,005	הון עצמי
4,940	4,709	6,629	27,020	סך מאזן
4,107	3,739	13,709	18,310	חוב פיננסי
9.8%	14.8%	22.5%	14.8%	הון עצמי/סך מאזן
87.8%	83.2%	89.4%	70.8%	חוב/CAP

ויתניה בע"מ - בעלי תפקידי מפתח (2007)

שם	תפקיד	תפקידים נוכחיים נוספים/תפקידי קודמים
אהוד סמסונוב	מנכ"ל ויתניה ובעלים של SGS	ניסיון של כ-35 שנים בענף הבנייה והנדל"ן כבעלים ומנהלים של חברת SGS
עמוס שמיע	בעלים ומנהל ב-SGS	
ירון שמיע	דירקטור בויתניה	מנהל ב-SGS
איליק רוזינסקי	יו"ר דירקטוריון ויתניה מנכ"ל דלק נדל"ן	דירקטור בחברות בנות של דלק נדל"ן בעבר: משנה למנכ"ל דלק נדל"ן
גד פרופר	דירקטור בויתניה מנכ"ל אסם אינטרנשיונל	מנכ"ל אסם אינטרנשיונל מקבוצת אוסם נסטלה ובעלים ביחד עם דן פרופר של חברת טרה בע"מ שהינה חברת אחזקות המחזיקה ב-12.5% ממניות ויתניה בעל ניסיון רב שנים בניהול חברות ציבוריות ופרטיות
מודי כידון	דירקטור בויתניה מנכ"ל גיתם	מנכ"ל ובעלים של משרד הפרסום גיתם
מאיר חממה	דירקטור בויתניה מנכ"ל ובעלים של אחים חממה	מנכ"ל ובעלים של קבוצת אחים חממה בע"מ בעלים של חברת חממה סחר בע"מ, חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בת"א
חוה זמיר - טואף	דירקטורית בויתניה	יועצת משפטית ומנהלת פיתוח עסקי דלק נדל"ן
עפר זיו	דירקטור בויתניה	משנה למנכ"ל דלק נדל"ן בעבר: סמנכ"ל נווה גד, מנהל חטיבת המגורים בסולל בונה, סמנכ"ל נכסי איזורים
ענת יקיר	דירקטורית בויתניה	חשבת בדלק נדל"ן, מנהלת כספים בדלק נדל"ן

מדיניות של ייזום פרויקטים באזורי ביקוש, מכירה/השכרה מראש טרם התחלת ביצוע פרויקטים

החברה מנהלת מדיניות של רכישה וייזום נכסים באזורי ביקוש ומכירתם ו/או השכרתם לגופים גדולים ומבוססים תוך התאמת אופי יעוד הנכס לתנאי השוק. החברה מקטינה את חשיפתה באמצעות הכנסת שותפים בפרויקט או באמצעות עסקאות קומבינציה. החברה מממשת חלקים בפרויקט בשלב הייזום במידה ותנאי השוק מכתיבים זאת – כך לדוגמא, מימשה החברה חלקים בפרויקט דבורה הנביאה ברמת החייל ובפרויקט אמפא בהרצליה. החברה הצהירה כי טרם התחלת ביצוע פרויקטים היא פועלת למכירה/השכרה מראש של חלק משמעותי מתוכם על מנת לצמצם את הסיכונים העסקיים והפיננסיים הנובעים מהפרויקטים.

הגדלה משמעותית של ההשקעות בייזום נדל"ן בחו"ל תוך הרחבת הפעילות לתחום ייזום נדל"ן למגורים

כמתואר לעיל, החברה צפויה להשתלב בפרויקטים רחבי היקף בחו"ל, בפולין לייזום נדל"ן למגורים, מלונאות (כנכסים מניבים או לחלופין למכירה), דיור מוגן, מסחר ושימושים נוספים. הפרויקטים בפולין מיועדים בעיקרם למכירה. החברה מעריכה, כי כניסתה של דלק נדל"ן כבעלת שליטה בחברה תוביל, במקביל להמשך ההחזקה בנכסי נדל"ן בישראל (המהווים את עיקר נכסיה ומקור הכנסותיה כיום), להרחבת פעילותה של החברה בחו"ל תוך התמקדות בפרויקטים רחבי היקף. שותפתה של החברה בפרויקטים היזמיים בפולין הינה אפיק הירדן. אפיק הירדן הינה חברה פרטית במעמד של תאגיד מדווח אשר אגרות חוב שלה בהיקף של כ-164 מיליון ש"ח נסחרות בבורסה בתל

אביב. בעלי השליטה באפיק הירדן הינם האחים יאיר ושלמה עיני המחזיקים בכ-98% ממניותיה. נכון למועד דוח דירוג זה פועלת אפיק הירדן בתחום ייזום נדל"ן בישראל ובחו"ל (כיום ברומניה ופולין) ומתרכזת באחזקה בחברות בנות ומתן שירותי ניהול לחברות המוחזקות על ידה, במישרין ובעקיפין.

אפיק הירדן – נתונים פיננסיים עיקריים

FY 2006	1-9/2007	
1,907	15,627	הכנסות (מ' ש"ח)
-1,338	33,844	רווח נקי
14,610	63,579	הון עצמי
134,695	408,299	סך מאזן
100,836	288,589	חוב פיננסי
10.8%	15.6%	הון עצמי/סך מאזן
81.7%	76.5%	חוב/CAP

ניהול והקמת הנכסים מתבצע על ידי חברת SGS

חברת SGS מנהלת עבור החברה את פעילותה בארץ ובחו"ל. SGS הינה חברה פרטית, בשליטת מר אהוד סמסונוב ומר עמוס שמיע, מבעלי השליטה בחברה לה פעילות רבת שנים בביצוע יזמויות נדל"ן בארץ ובחו"ל. החברה קשורה עם SGS בשורה של הסכמים כאשר במסגרת השירותים אותם מספקת SGS לקבוצה נכללים מתן שירותים של ניהול הבנייה בפרויקטים אותם ביצעה ומבצעת החברה ושירותים של ניהול הנכסים אותם בנו ובנות חברות הקבוצה. בהתאם להסכם ניהול הבנייה עם SGS התחייבה ויתנה לשלם לה דמי ניהול בסך 10% מסך כל ההשקעות שידרשו לשם הקמתו ושיווקו של כל פרויקט בניה למעט הוצאות בגין עלויות המקרקעין לרבות העמלות והמיסים בגין רכישת המקרקעין, מיסים ותשלומי חובה לרשויות ומע"מ. בנוסף גובה SGS מויתנה דמי ניהול בגובה של 2.5% בעבור ניהול נכסים מניבים.

להלן פירוט העלות הכוללת של דמי ניהול נכסים (לרבות מפרויקטים בחו"ל) ודמי הניהול בגין עבודות בינוי בגין נכסי החברה, אשר שולמו על-ידי החברה ל-SGS בהתאם להסכמים עמה בשנים האחרונות:

2005	2006	Q1-Q3/2006	Q1-Q3/2007	אלפי ש"ח
110	189	83	390	דמי ניהול נכסים
---	---	---	*1,271	דמי ניהול מפרויקטים בחו"ל
---	3,460	2,285	3,489	דמי הניהול בגין עבודות בינוי בנכסי החברה
110	3,649	2,368	5,150	סה"כ

* SGS גובה החל מחודש יולי 2007 מויתנה למשך שנה דמי ניהול על פרויקטים בחו"ל בהיקף 100 אלף דולר בחודש. דמי ניהול אלו יקוזזו בעתיד מדמי ניהול להם תהיה זכאית SGS מפרויקטים בחו"ל.

היעדר מדיניות דיבידנד מוצהרת

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת. מאז הקמתה החברה לא חילקה דיבידנדים ולהערכתה היא לא צפויה לעשות כן בטווח הזמן הקרוב כאשר תזרימי המזומנים מהנכסים משמשים וישמשו אותה להחזר ההלוואות העומדות בגין הנכסים.

שיקולים עיקריים לדירוג

מיקום טוב של הנכסים בישראל באזורי ביקוש; איתנות פיננסית גבוהה של מרבית השוכרים; שיעור LTV טוב בגין הנכסים המניבים בישראל; גמישות פיננסית טובה; ניסיון רב של בעלת השליטה ובעלי תפקידים מרכזיים בחברה בתחום פיתוח נדל"ן בישראל ובעולם; שיתוף הפעולה עם SGS מקנה, להערכת מידרוג, לחברה גמישות ויתרון בפעילות היזום שלה; הרחבת פעילות החברה תוך ביצוע השקעות משמעותיות בחו"ל במדינה בעלת יציבות כלכלית ודירוג אשראי טוב; הגדלת פיזור הפרויקטים המקטין את הסיכון בפרויקטים בודדים; החברה נוהגת לחבור לשותפים עסקיים בפרויקטים ובכך לצמצם את הסיכונים היזמיים; איתנות פיננסית גבוהה לאחר המרת אגרות החוב על ידי דלק נדל"ן; יחסי כסוי טובים בהתחשב באיחוד יחסי של פעילות החברות הכלולות; חשיפה לסיכון בכניסה לפרויקטים רחבי היקף בעיקר בחו"ל בהתייחס לפעילות קודמת של החברה; חשיפה לסיכונים יזומים הכרוכים בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקטים; תלות גבוהה יחסית בהכנסות מהנכסים בישראל; היעדר ניסיון משמעותי של החברה בפעילות בחו"ל, בפרט בתחום ייזום נדל"ן אולם לדלק נדל"ן, בעלת מניות החברה קיים ניסיון רב בנדל"ן מניב בחו"ל ולחברת SGS המהווה את הזרוע הביצועית, קיים ניסיון פעילות קודם בחו"ל; פיזור שימושים נמוך יחסית בנדל"ן המניב; תלות בשוכרים יחידים בנכסים מהותיים; תיק נכסים מניבים קטן עם תלות בהכנסות מפרויקטים יזמיים אשר טרם החלו; עלייה במחירי תשומות הבנייה צפויה לייקר את עלויות הבנייה של החברה; הפעילות היזמית בחו"ל צפויה ליצור לחברה חשיפה לשינויים בשערי מט"ח; גידול בהיקף החוב הפיננסי לאור היקף הפרויקטים היזמיים וגיוס האג"ח אשר פוגע ביחסי האיתנות;

חוזקות

מיקום טוב של הנכסים בישראל באזורי ביקוש, איתנות פיננסית גבוהה של מרבית השוכרים

נכסי החברה בישראל ממוקמים בפארקי התעשייה של הרצליה פיתוח ורמת החייל, אשר נחשבים לפארקי תעשייה אטרקטיביים ובעלי רמות ביקושים ומחירים גבוהות יחסית הנובעות מריכוז גבוה של חברות הייטק, המהוות את מקור ההכנסות העיקרי של החברה. שטחים בהיקפים משמעותיים מנכסי החברה מושכרים למספר חברות הייטק גדולות ויציבות, המהוות להערכת מידרוג בסיס יציב ובטוח של הכנסות, הן בשל הסכמים ארוכי טווח עימן והן בשל קשיים לוגיסטיים צפויים בהעתקת מקום פעילותן למיקומים אלטרנטיביים. השיפור במצב הכלכלי בישראל בשנים האחרונות בכלל, ובתעשיית ההייטק בפרט, תורם להגדלת הביקושים לנכסי החברה וליכולתה של החברה להעלות את מחירי ההשכרה.

שיעור LTV טוב בגין הנכסים המניבים בישראל

החברה מציגה שיעור LTV כולל של כ-36% על נכסיה המניבים בישראל, שיעור טוב לחברה נדל"ן מסוגה אשר מעניקים לחברה גמישות פיננסית מסוימת לאור יכולת עתידית למינוף נוסף של הנכסים.

ויתניה: יתרת הלוואות ושיעורי LTV

LTV	יתרת הלוואות לחודש ינואר 2008	הערכת שמאי ליום 30.6.2007	הנכס
32.7%	26,148	80,000	בית אמפא
33.6%	43,743	130,000	בית אמצור
37.4%	21,365	57,056	בית ורינט
40.6%	51,462	126,900	בית זיויאל
36.2%	142,718	393,956	סה"כ

ניסיון רב של בעלת השליטה ובעלי תפקידים מרכזיים בחברה בתחום פיתוח נדל"ן בישראל ובעולם

לבעלת השליטה החדשה בחברה, קבוצת דלק נדל"ן, ניסיון רב בתחומי יזום הנדל"ן למגורים והנדל"ן המניב, הן בארץ והן בחו"ל. לדלק נדל"ן פעילות בינלאומית ענפה בתחום הנדל"ן המניב באמצעות דלק בלרון במספר מדינות באירופה ובקנדה (המדורגות כולן Aaa על ידי Moody's), אשר היוותה את מקור ההכנסות העיקרי שלה בשנת 2006. לקבוצת דלק נדל"ן ניסיון עסקי רב בתחום הנדל"ן אשר להערכת מידרוג צפויים לסייע לחברה בפיתוח עסקיה בארץ ובחו"ל. כמו כן, למר אהוד סמסונוב ומר עמוס שמיע, בעלי מניות בחברה ומנהלים בה, ניסיון רב שנים ומוניטין בתחום הנדל"ן, אשר לדעת מידרוג יש בו כדי לתרום להתפתחות החברה.

שיתוף פעולה עם חברת SGS

מידרוג מעריכה, כי הקשרים ההדוקים של החברה עם SGS כחברת ניהול וביצוע, בשל העובדה כי בעלי מניות בחברה הינם אף בעלי שליטה בחברת SGS, מעניקה לחברה גמישות רבה בביצוע פרויקטים וזאת במקביל להישענות על הניסיון הרב שצברה SGS בביצוע פרויקטים והימנעות מעלויות מטה. בהתאם למידע שנמסר מהחברה, במסגרת ההסכם עם SGS החברה רשאית להפסיק את העבודה עמה בכל עת וכמו כן קיימת לה גמישות רבה בשינוי תכנון ביצוע של פרויקטים.

צמצום החשיפה למשק הישראלי תוך ביצוע השקעות במדינה מפותחת בעלת יציבות כלכלית

החברה פועלת להרחבת אזורי פעילותה וגיוון נכסיה תוך ביצוע השקעות משמעותיות בפולין – כאמור לעיל, החברה נמצאת בשלבי השלמה של העסקאות בפולין. מידרוג מעריכה, כי מאפייני הנכסים ומיקומם במדינה מפותחת כלכלית ובעלת דירוג אשראי טוב [[על פי דירוג Moody's פולין מדורגת A2) (סקירה מלאה של מדינות הפעילות בחו"ל מצורפת כנספח לדוח זה)] צפויים לסייע לחברה ביצירת בסיס הכנסות חזק בחו"ל. החברה ממשיכה במאמצים לאיתור והשקעה בנכסים ליזום ומניבים בחו"ל. יחד עם זאת, מדגישה מידרוג את העובדה, כי מדובר בהשקעות ממונפות, הממומנות באמצעות חוב בנקאי זר בתנאי Non Recourse, באופן המעלה את רמת החוב הפיננסי של החברה ובהתאם גורע מיחסי איתנותה. נציין כי הפעילות בשווקים הבינלאומיים, חושפת את החברה למגמות כלכליות ואחרות בשווקי היעד החדשים ולשינויים בשע"ח, בעיקר האירו והזלוטי, באופן שעלול להגדיל את הסיכון העסקי והפיננסי של החברה. כמו כן, להערכת מידרוג, כניסת החברה לפעילות יזומית בשווקים בחו"ל בהם טרם פעלה בעבר מגדילה את הסיכון שבפעילות זו.

שילוב צפוי של פעילות יזומית עם נכסים מניבים מצמצם את הסיכון היזמי

אסטרטגיית החברה הינה הרחבת פעילותה לתחום יזום נדל"ן מניב ולמגורים. הפעילות בתחום הנכסים המניבים, הנשענת על נכסים המייצרים הכנסה יציבה לטווח ארוך, תוך יכולת השבחת שווי והנזלת הנכסים, ממתנת באופן חלקי את הסיכון העסקי המאפיין את תחום יזומות המגורים בו צפויה להשתלב החברה בעתיד הקרוב. אסטרטגיית החברה נשענת על ניצול הזדמנויות שוק למימוש נכסים או להכנסת שותפים אסטרטגיים בקרקעות ובפרויקטים לפיתוח, אלמנט התורם אף הוא לצמצום הסיכונים הפיננסיים הכרוכים בתחום יזומות הנדל"ן.

חבירה לשותפים עסקיים בפרויקטים כאמצעי הממתן את הסיכון העסקי

החברה פועלת לשם רכישת חטיבות קרקע ונכסים נוספים באזורי ביקוש. מדיניות ההשקעות בשנים האחרונות מתבססת בעיקר על עסקאות קומבינציה בצוותא עם שותפים ושמירה על חשיפה מימונית קטנה ככל האפשר. החברה סבורה כי פעילות עם שותפים מגדילה את פיזור הפרויקטים במידה ניכרת ופועלת להקטנת הסיכון העסקי הכולל.

מידרוג מעריכה, כי על אף העובדה שהחברה לשותפים פועלת להגדלת הפיזור והקטנת עלויות רכישת הקרקע, היא מקטינה את יכולת השליטה של החברה בפרויקטים.

האיתנות הפיננסית שופרה ערב הגיוס לאחר המרת האג"ח על ידי דלק נדל"ן

בהתאם לנתוני פרופורמה, ערב גיוס החוב החברה מציגה נתוני איתנות פיננסית טובים לחברת נדל"ן המתבטאים בהון עצמי לסך מאזן של כ-48.2% וחוב פיננסי ל-CAP בשיעור של כ-36.3%. בהנחת גיוס חוב של 250 מיליון ש"ח, נפגעים יחסי האיתנות של החברה ויורדים לשיעורים של כ-35.7% הון עצמי לסך מאזן וכ-55.4% חוב פיננסי ל-CAP. מידרוג מעריכה כי אלו יחסים טובים המשקפים איתנות פיננסית טובה ותואמים את רמת הדירוג. מינוף נוסף עבור פרויקטים עתידיים צפוי לפגוע אף יותר ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה.

גורמי סיכון עסקיים

חשיפה לסיכונים יזמות הכרוכים בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקטים. עם זאת, להערכת מידרוג, לחברה ניסיון רב בפיתוח פרויקטים יזמיים גדולים

החברה מעורבת כיום בהליכי תכנון ופיתוח של מספר פרויקטים יזמיים בהיקפים משמעותיים אשר מיועדים בחלקם למגורים. פעילות הייזום ככלל, ופעילות הייזום למגורים בפרט, מאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית, הכולל בין השאר את סיכונים ההקמה ואת סיכונים הביקושים. סיכונים ההקמה נובעים מתהליך ההשבחה של הקרקעות, הכולל שינוי ייעוד ותב"ע והגדלת זכויות בנייה – תהליכים מורכבים וממושכים שקיימת אי וודאות גבוהה לגבי משכם ומידת היתכנותם. סיכונים הקמה נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים ואיכות הבנייה והגימור הנדרשת. סיכונים הביקוש נובעים מפער הזמן הממושך בין מועד ההשקעה בקרקע לבין מועד פיתוח הפרויקט ומכירות. בפער הזמן הזה עלולים להתרחש שינויים ברמת הביקושים בשוק, ברמת התחרות ובמחירי המכירה שישפיעו לרעה על רווחיות הפרויקטים. אלו מאפיינים המשותפים לכל ענף יזמות הנדל"ן למגורים, והחברה בכללו. כמו כן, פעילות הייזום של החברה צפויה לחשוף אותה לפער זמנים משמעותי בין מועד ההשקעה בפרויקטים לבין מועד קבלת הכספים בגינם, בין אם ממכירה ובין מהנבה, במהלכו תיאלץ החברה לשאת בעלות ההשקעה בפרויקטים. להערכת מידרוג, השילוב של פעילויות בתחום ייזום הנדל"ן במקביל לפעילות בתחום הנדל"ן המניב וכן הפעילות ביחד עם שותפים ועסקאות קומבינציה, צפויים לצמצם במידת מה סיכון זה. להערכת מידרוג, הניסיון הרב של החברה בתחום ייזום הבנייה והסתייעותה בשותפים אסטרטגיים בפעילות הפיתוח מצמצמת במידת מה את סיכונים היזמות.

תלות גבוהה יחסית בהכנסות מהנכסים בישראל, שהינם בעלי פיזור שימושים נמוך יחסית. היעדר ניסיון משמעותי בפעילות בחו"ל, בפרט בתחום ייזום נדל"ן

עיקר נכסי החברה והכנסותיה נובעים מפעילות בישראל כאשר שיעור הכנסותיה של החברה מפעילותה בחו"ל עומד על כ-7% (ופעילות זו במלואה צפויה להימכר על ידי החברה תוך זמן קצר). לחברה אין ניסיון משמעותי בפעילות בחו"ל בכלל, ובתחום ייזום נדל"ן בחו"ל בפרט. בהתאם לכך, מידרוג מעריכה כי הסיכונים הכוללים בפרויקטים הצפויים בחו"ל יתעצמו על רקע הסיכונים היזמיים המשמעותיים הקיימים ממילא. עם זאת, לדלק נדל"ן ול-SGS ניסיון רב בפעילות בתחום הנדל"ן בחו"ל. בנוסף, החברה חשופה לתנאים בשוק בפולין, בה היא עתידה להתחיל לפעול בקרוב. כמו כן, מידרוג מעריכה כי התבססות החברה על הכנסות מנכסים בישראל, אשר מאופיינים בפיזור שימושים נמוך יחסית כאשר עיקר הכנסות מהם נובעות מחברות טכנולוגיה והייטק, עלולה לפגוע בה במקרה של שינויים ו/או החמרה במצב הכלכלי והביטחוני בישראל, אשר עלולים לגרום בעקבותיהם ירידה בפעילות העסקית במשק בכלל ולירידה בפעילות בענף הנדל"ן בפרט. האטה במשק, כפי שהתרחשה בתחילת שנות ה-2000 אשר תביא להשפעה על חוסן של חברות במשק בייחוד חברות מתחום ההיי-טק, עלולה להשפיע על רמת דמי השכירות כמו גם אחוזי

התפוסה של שטחי המשרדים והמסחר. יחד עם זאת, הפרויקטים העתידיים של החברה צפויים לגוון את פיזור השימושים שלה.

תלות בשוכרים יחידים בנכסים מהותיים

החברה וחברות כלולות שלה משכירות שטחים בבית אמפא, בבית ורינט, בבית אמצור ובבית זיויאל למספר שוכרים אשר שוכרים באותם נכסים שטחים מהותיים. אי לכך, חשופה החברה למצבם הכלכלי של שוכרים אלו. למיטב ידיעת החברה, שוכרים אלו הינן חברות בעלות איתנות פיננסית גבוהה ולקבוצה בטחונות למחויבותיהן כלפיה.

השוכר	דמי שכירות שנתיים (באלפי ש"ח)	% הכנסות מכלל הנכס	% הכנסות מכלל הנכסים המניבים
שוכר א'	1,257	20.0%	3.9%
שוכר ב'	2,732	26.0%	8.5%
שוכר ג'	2,466	23.5%	7.7%
שוכר ד'	1,562	14.9%	4.9%
שוכר ה'	4,074	90.7%	12.7%
שוכר ו'	3,136	37.3%	9.8%
שוכר ז'	4,283	51.0%	13.4%

תיק נכסים מניבים קטן עם תלות בהכנסות מפרויקטים יזמיים אשר טרם החלו

לחברה פורטפוליו נכסים קטן יחסית המכיל 4 נכסים מניבים בלבד בישראל, המהווים את עיקר הכנסות החברה, אשר שלושה מתוכם מרוכזים באזור גיאוגרפי אחד. בנוסף לחברה שני נכסים קטנים יחסית בארצות הברית. שאר נכסי החברה הינם נכסים יזמיים בפיתוח אשר אינם מניבים כיום הכנסות ואשר עבור חלקם מיועדת תמורת הגיוס. התלות המהותית של החברה בהצלחת פרויקטים אלו וגודלם המשמעותי הצפוי בפורטפוליו הנכסים של החברה מגדילה את הסיכון הגלום בהם.

בשנת 2008 צפויים לפקוע חוזים המהווים כ-15% מסך הכנסות החברה משכירות

רוב הסכמי ההשכרה של החברה צפויים לפקוע בטווח של שלוש עד חמש השנים הקרובות, כאשר בשנת 2008 צפויים לפקוע חוזים המהווים כ-15% מסך הכנסות החברה משכירות בישראל בשל פקיעת חוזי שכירות של שלושה שוכרים מהותיים של החברה המסתיימים בשנה זו (לשניים משוכרים אלו אופציות להארכת ההסכמים לשנתיים נוספות). מידרוג מעריכה כי פריסת סיום הסכמי השכירות מגדילה את חשיפתה של החברה לתנודתיות במחירי שכר הדירה ולשינויים בשיעורי התפוסה. לטענת החברה, שכר הדירה הממוצע הנגבה משוכרים בחלק מהנכסים הינו נמוך ממחיר השוק כפועל יוצא מחתימת הסכמים ארוכי טווח בעבר ובהתאם קיים פוטנציאל להעלאת דמי השכירות לשוכרים אלו או שוכרים חליפיים בתום תקופת השכירות.

ויתניה: שיעורי פקיעת הסכמים בישראל

2012 ואילך	2011	2010	2009	2008
35.3%	38.6%	5.8%	5.4%	14.9%

סיכונים מאקרו כלכליים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, הכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. מחזוריות זו תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש, כמו גם זמינות ועלות מקורות המימון. בשוק הנדל"ן המניב ניכרה במהלך שנת 2006 התאוששות, אם כי איטית יותר מיתר ענפי המשק, אשר באה לידי ביטוי הן בעליה בביקושים לשטחים מניבים, בעליה בביקושים לרכישת נכסים מניבים ובבלימת המגמה של ירידת דמי השכירות. באזורי הביקוש במרכז הארץ אף נרשמה עליה בדמי השכירות. ההתאוששות בענף הנדל"ן המניב והעלייה בביקושים לרכישת נכסים מניבים נובעת, בין היתר, מהשיפור במצב העסקי של החברות השוכרות נכסים ומחיפוש אחר יעדי השקעה על ידי קופות גמל וחברות ביטוח. לעומת זאת, בענף הבנייה האינדיקטורים המובילים בענף בשנת 2006 וראשית 2007 מצביעים על מגמות מעורבות. חלקם מצביעים על גידול (עסקאות במשק, הכנסות ממיסים, מכירות הסקטור הפרטי וכו') וחלקם על המשך מגמת האטה בעיקר באזורי פריפריה כגון ירידה במחירים הריאליים של הדירות במשך תקופה ממושכת. מידרוג מעריכה כי ההרחבה הצפויה של הפיזור הגיאוגרפי של נכסי החברה מקטינה במידה מסוימת את התלות בכלכלה בודדה.

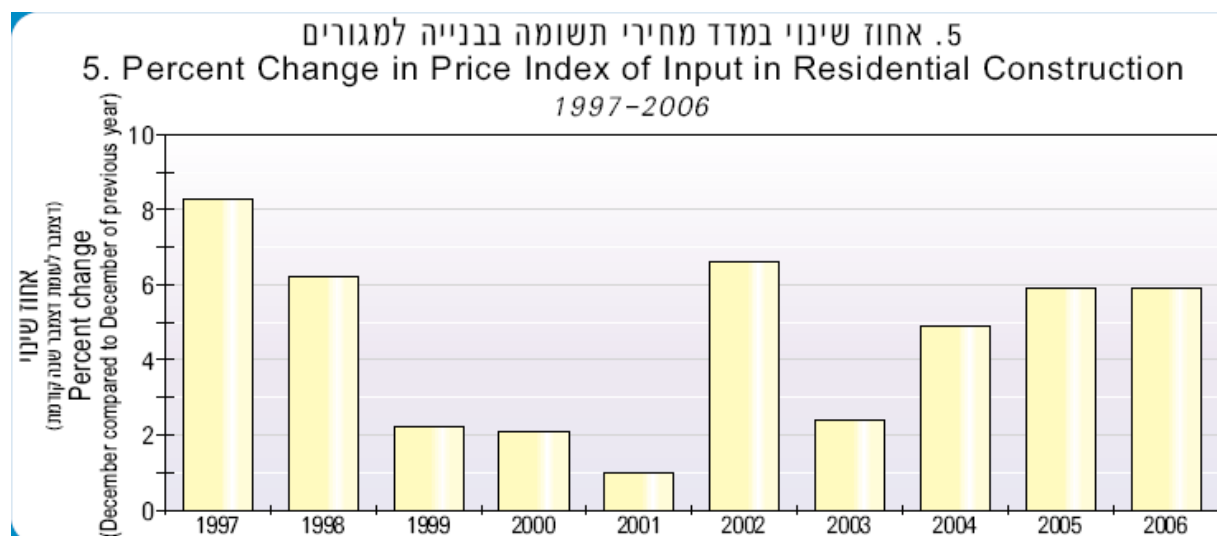
גורמי סיכון פיננסיים

היקף משמעותי של השקעות חדשות שילוו בהגדלת רמת המינוף

ערב גיוס של חוב נוסף וביצוע השקעות חדשות, החברה נהנית מאיתנות פיננסית גבוהה, בפרט בהשוואה לחברות אחרות מסוגה. כמתואר לעיל, לחברה תוכניות להשקעות בחו"ל בהיקפים גדולים שימומנו מהנפקת אג"ח ומגיוס הון. סכומי החוב המגויסים בישראל אמורים לשמש כהון עצמי למינוף השקעות בחו"ל, כך שרמת החוב הכוללת עלולה להיות גבוהה אף יותר. מעבר לגידול בחוב הפיננסי, שהיקפו טרם נודע, קיימת אי וודאות לגבי היקף ההשקעות, דבר שעלול להוות אתגר תפעולי וניהולי עבור החברה.

עלייה במדדי מחירי תשומות הבנייה

בארבע השנים האחרונות (2004-2007) חלה עלייה משמעותית של כ-20% במדד מחירי תשומות הבנייה, כאשר בין החודשים ינואר-נובמבר של שנת 2007 עלה מדד זה בכ-3.1%. במידה ותחול עלייה משמעותית במדד תשומות הבנייה, הדבר עשוי להשפיע על מחירי הבנייה ובפרט על גובה מחירי ההתקשרות של החברה עם קבלנים לביצוע עבודות בנייה.



מקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

חשיפה לשינויים בשערי מט"ח

תזרימי המזומנים של החברה הנובעים מאחד משוכריה המהותיים, המהווה כ-9.8% מסך הכנסות החברה מנכסיה, חשופים לשינויים בשער החליפין של הדולר האמריקאי. יתרת הלוואות החברה (כ-90.2%) למימון נכסיה המניבים בישראל צמודה למטבע בו נקובים דמי השכירות הנובעים מהם. בכוונת החברה לגייס בישראל אג"ח שקלי צמוד מדד, זאת כאשר החברה מתכננת להיכנס לפרויקטים משמעותיים בפולין שמטבעות הפעילות העיקריים בה הינם הזלוטי והאירו. מצב זה יוצר לחברה חשיפה אינהרנטית להפסדי מימון הנובעים מפערים חדים בשערי החליפין. בנוסף, השקעה זו חושפת את החברה לשינויים בשערי הריבית של הלוואות שהיא תיטול בפולין. החשיפה לשערי הריבית הינה בכמה מישורים שונים, אך בעלי קשרי גומלין ביניהם: שינויים בשערי ריבית משפיעים על רמת הביקושים לדירות למגורים; הלוואות לליווי בנייה (Construction Loan) מבוססות על פי רוב על ריבית משתנה; שינויים בשערי ריבית משפיעים על יכולת החברה לבצע מימון חוזר אפקטיבי של הנכסים; סביבת ריבית עולה עלולה להשפיעה לרעה על יכולת החברה לממש את נכסיה בעת בה תבקש לעשות זאת. החברה אינה מגדרת את סיכוני הריבית.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- הרחבה משמעותית של תיק הנכסים המניבים באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים הפרמננטי FFO, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- חיזוק משמעותי של ההון העצמי

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים ו/או בהון העצמי
- פגיעה חמורה בנזילות החברה ובנגישותה למקורות מימון
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת התזרימית
- עלייה ביחס חוב ל-CAP מעל 62% בשנים 2008-2010; עלייה ביחס לחוב ל-CAP מעל 60% בשנת 2011 ואילך.
- שינוי בבעלי השליטה בחברה אשר יוביל לשינוי בפעילותה של החברה.
- עזיבה של איש מפתח בחברה אשר תשפיע באופן מהותי לרעה על פעילותה של החברה.

ויתניה בע"מ: תמצית דוח רווח והפסד, באלפי ש"ח ובאחוזים*

FY-2004	FY-2005	FY-2006	Q1-Q3/2006	Q1-Q3/2007	
5,003	4,995	8,241	4,271	18,875	הכנסות
55%	63%	60%	56%	79%	NOI % מהכנסות
2,421	1,636	2,756	1,412	1,523	הוצאות ניהול ואחזקה
66	407	889	459	2,531	הוצאות הנהלה וכלליות
3,028	3,498	5,422	2,400	51,246	רווח תפעולי
2,631	7,152	4,181	2,926	16,547	הוצאות מימון
1,653	1,059	4,881	4,567	1,887	חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות
(4,584)	264	6,155	4,151	25,005	רווח נקי (ללא נטרול שערך נדליין)**

* החברה מדווחת על פי כללי החשבונאות הישראלים וטרם אימצה את כללי ה-IFRS

** החל מיום 1.1.2007 מיישמת החברה את תקן 16 בדבר נדליין להשקעה לפי מודל השווי ההוגן ובהתאם ערכה שערך לנכסיה

גידול משמעותי בהכנסות משכירות בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 לאחר איחוד מלא של חברת גלי

שלום בסוף שנת 2006 ואיחוד של חברת זיואל. שיפור משמעותי בשיעורי ה-NOI

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 רשמה החברה גידול משמעותי בהכנסות משכירות בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2006 בעיקר כתוצאה מאיחוד מלא של חברת גלי שלום החל מסוף שנת 2006 ואיחוד של חברת זיואל. ההכנסות השנתיות המוערכות מגלי שלום ומזיואל עומדות על כ-10.5 וכ-8.4 מיליון ש"ח, בהתאמה. החל מיום 1.1.2007 מיישמת החברה את תקן 16 בדבר נדליין להשקעה לפי מודל השווי ההוגן. בעקבות אימוץ התקן רשמה החברה הכנסות משערך נדליין בהיקף של 36 מיליון ש"ח אשר הגדילו את הרווח התפעולי שלה לכ-51 מיליון ש"ח. במקביל, רשמה החברה גידול בסעיף הנדליין להשקעה וסעיף ההון העצמי. השיפור בשיעורי ה-NOI אשר עמד על שיעור של כ-79% בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 נבע בעיקר כתוצאה מאיחוד גלי שלום וזיואל המחזיקות בבית אמצור ובבית זיואל, נכסים המאופיינים בשיעורי NOI גבוהים העולים על 90%.

גידול משמעותי בהוצאות המימון גרע מרווחי החברה

הוצאות המימון של החברה צמחו בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 לכ-16.5 מיליון ש"ח מכ-2.9 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול נבע מהוצאות מימון על אגרות החוב להמרה של דלק נדליין. ואולם, על אף הגידול בהוצאות המימון, נרשמה עלייה ברווח הנקי של החברה כתוצאה מאיחוד גלי שלום וזיואל.

מקורות ושימושים

לחברה תזרים שלילי מפעילות שוטפת בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 כתוצאה מפעילות העסקית. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 שימש אשראי לזמן קצר שנטלה החברה בעיקר להשקעה בנדל"ן להשקעה וכן לפרעון הלוואות לזמן ארוך. בשנת 2006 היוו הנפקת אגרות החוב להמרה וכן עלייה בפקדונות לזמן קצר את המקורות העיקריים של החברה אשר שימשו אותה בעיקר למתן הלוואה לרוני דו בסך של כ-19 מיליון דולר, לפרעון אשראי לזמן קצר מהבנקים ולהשקעה בנדל"ן להשקעה, בחברה כלולה ובשותפויות בהיקף של כ-33 מיליון ש"ח.

ויתניה (מאוחד): דוח מקורות ושימושים (באלפי ש"ח)

FY 2004	FY 2005	FY 2006	Q1-Q3/2007	דוח מקורות ושימושים
1,775	2,084	-	-	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
-	33,405	-	-	השקעה בנדל"ן להשקעה, בחברה כלולה ובשותפויות
-	7,538	-	-	רכישת רכוש קבוע, זכויות מיעוט וחברה מאוחדת
63	15	132	-	תמורה ממימוש רכוש קבוע
-	-	-	1,048	פרעון הלוואה מחברה כלולה
124	-	50,488	-	עלייה בפקדונות לזמן קצר
-	46,547	-	-	עלייה במקדמה בגין שטחי מסחר המיועדים למכירה
-	-	198,224	-	הנפקת אג"ח להמרה (לאחר ניכוי הוצאות הנפקה)
-	-	4,823	-	קבלה של הלוואות לז"א מתאגיד בנקאי
-	-	-	53,943	אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים נטו
3,500	-	-	-	הנפקת שטרי הון
2,542	-	-	-	אחר
-	-	-	19,737	ירידה במזומנים ושווי מזומנים
8,004	89,589	253,667	74,728	סך מקורות
-	-	7,832	7,783	מזומנים ששימשו לפעילות שוטפת
2,056	-	32,646	52,466	השקעה בנדל"ן להשקעה, בחברה כלולה ובשותפויות
-	-	753	100	רכישת רכוש קבוע וחברה מאוחדת
-	-	80,276	-	מתן הלוואה לחברה כלולה
-	46,799	-	-	ירידה בפקדונות לזמן קצר
-	-	-	5,440	ירידה במקדמה בגין שטחי מסחר המיועדים למכירה
3,925	4,176	-	8,939	פרעון של הלוואות לז"א מתאגיד בנקאי
1,817	32,770	79,778	-	אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים נטו
-	801	29,060	-	הנפקת שטרי הון
-	4,598	4,000	-	אחר
206	445	19,322	-	עלייה במזומנים ושווי מזומנים
8,004	89,589	253,667	74,728	סך שימושים

ויתניה בע"מ: נתוני מאזן מאוחד עיקריים

31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	פרופורמה לאחר המרת דלק נדל"ן *	
782	20,104	1,640	1,640	מזומנים ושווי מזומנים
50,488	-	-	-	פקדונות לז"ק
643	4,567	11,544	11,544	חייבים ויתרות חובה
-	80,704	75,737	75,737	הלוואה לחברה כלולה
23,731	11,830	27,714	27,714	השקעה בחברות כלולות
13,838	14,422	21,951	21,951	השקעה בשותפויות כלולות
26,598	50,308	82,294	82,294	נדל"ן להשקעה בפיתוח
63,566	226,165	336,900	336,900	נדל"ן להשקעה
185,812	425,351	579,296	579,296	סך נכסים
45,939	49,587	108,605	108,605	אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים
22,352	59,871	43,958	43,958	הלוואות לז"א מתאגיד בנקאי
46,547	46,547	-	-	מקדמות בגין שטחי מסחר המיועדים למכירה
-	124,456	133,683	-	אג"ח הניתנות להמרה למניות
22,139	-	-	-	שטרי הון
1,927	20,726	44,133	25,394	מסים נדחים
35,414	105,678	190,593	343,015	הון עצמי
185,812	425,351	579,296	579,296	סך התחייבויות והון

* פרופורמה לו דלק נדל"ן היו ממירים את האג"ח ביום 30.9.2007 בהתבסס על נתונים שהועברו למידרוג על ידי החברה.

עיקר נכסי החברה הינם נדל"ן להשקעה והשקעות בחברות כלולות הממומנים בהון עצמי ואשראי בנקאי

בהתאם לנתוני פרופורמה לאחר המרת אגרות החוב על ידי דלק נדל"ן, עיקר נכסי החברה הינם רכוש קבוע - נדל"ן להשקעה, השקעות בחברות כלולות והלוואה של כ-19 מיליון דולר לרוני דו, הצפויה להיפרע במלואה עד תום שנת 2008. הנכסים ממומנים בהון עצמי, אשר גדל משמעותית לאחר ההמרה ומסתכם בכ-343 מיליון ש"ח (כ-59% מסך המאזן), ואשראי בנקאי, בעיקר לזמן קצר.

גמישות פיננסית טובה

כל נכסי החברה משועבדים לטובת תאגידים בנקאיים. מידרוג סבורה כי שיעבודם של הנכסים גורע מהגמישות הפיננסית של החברה. יחד עם זאת, שיעור ההלוואות העומדות בגין הנכסים לעומת ערכם הינו נמוך ועומד על כ-36%. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף כולל של כ-165,000 אלפי ש"ח המאזנות את יתרות המזומנים האפסיות בקופתה. בשנים האחרונות מרבית פעילות החברה מומנה באשראי לזמן קצר. מידרוג מעריכה, כי הישענות הפעילות על מרכיב מהותי של חוב לזמן קצר מקשה על הגמישות הפיננסית. במסגרת העסקה עם דלק נדל"ן החליפה החברה חוב לזמן קצר באג"ח להמרה, אשר הומרו על ידי דלק נדל"ן וחיזקו את ההון העצמי של החברה. במסגרת גיוס החוב נשוא דוח דירוג זה, צפויה החברה הן לצמצם את רמת החוב והן להמיר את החלק הנותר מחוב לזמן קצר לחוב לזמן ארוך. מידרוג מעריכה כי מהלכים אלו, בצירוף תמיכתה של דלק נדל"ן וסיועה בגיוס כספים בעתיד, משפרים את גמישותה הפיננסית של החברה. עם זאת, ההשקעות הגבוהות בפרויקטים העתידיים של החברה צפויים לפגוע בגמישות הפיננסית של החברה.

איתנות פיננסית גבוהה ערב הגיוס לאחר המרת האג"ח על ידי דלק נדל"ן

נכון ליום 30.9.2007 עיקר נכסי החברה הינם רכוש קבוע - נדל"ן להשקעה ולהשקעה בפיתוח, השקעה בחברות כלולות והלוואה של כ-19 מיליון דולר לרוני דו, הצפויה להיפרע עד תום שנת 2008. הנכסים ממומנים באשראי בנקאי, אג"ח להמרה והון עצמי. לאחר המרת האג"ח על ידי דלק נדל"ן התחזק ההון העצמי של החברה וחל קיטון ברמות החוב. בהתאם לנתוני פרפורמה, ערב גיוס החוב החברה מציגה נתוני איתנות פיננסית טובים לחברת נדל"ן המתבטאים בהון עצמי לסך מאזן של כ-48.2% וחוב פיננסי ל-CAP בשיעור של כ-36.3%. בהנחת גיוס חוב של 250 מיליון ש"ח, נפגעים יחסי האיתנות של החברה ויורדים לשיעורים של כ-35.7% הון עצמי לסך מאזן וכ-55.4% חוב פיננסי ל-CAP. בהתחשב בתנופת הפיתוח הצפויה של החברה מיידרוג מעריכה כי אלו יחסים טובים המשקפים איתנות פיננסית טובה.

וינתנה בע"מ: יחסי איתנות

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	פרפורמה לאחר המרת אג"ח על ידי דלק נדל"ן**	איחוד יחסי של חברות כלולות**	פרפורמה לאחר השקעה בפרויקטים לאחר תאריך המאזן*	פרפורמה לאחר גיוס 250 מ' ש"ח	נכסים
141,318	68,291	233,914	286,326	152,643	165,179	211,730	461,730	חוב פיננסי
12,906	32,222	105,678	190,593	343,015	343,015	343,015	343,015	הון עצמי
187,264	185,812	425,351	579,296	579,296	664,762	711,313	961,313	סך מאזן
143,978	105,632	360,318	521,052	521,052	536,771	583,322	833,322	CAP
6.9%	19.1%	24.8%	32.9%	59.2%	51.6%	48.2%	35.7%	הון עצמי לסך המאזן
98.2%	64.6%	64.9%	55.0%	29.3%	30.8%	36.3%	55.4%	חוב פיננסי ל-CAP

* השקעות בהיקף מצטבר של כ-46.5 מיליון ש"ח בפרויקט מגדל ובפולין.

** בהתבסס על נתונים שהועברו לידי מיידרוג מהחברה.

יחסי כיסוי טובים לאחר המרת האג"ח על ידי דלק נדל"ן

נכון ליום 30.9.2007, מציגה החברה יחסי כיסוי בינוניים. בשנת 2007 רשמה החברה שיפור ביחסי הכיסוי שלה כתוצאה מגידול בנתוני ה-NOI וה-FFO לאחר איחוד מלא של גלי שלום וזיואל. לאחר המרת האג"ח ובצרוף חברות כלולות צפוי שיפור ביחסי הכיסוי של החברה והם עומדים על יחסים טובים של 6.2 חוב ל-NOI ו-13.1 חוב ל-FFO. עם זאת, מטבע הפעילות היזמית העתידית של החברה, מיידרוג צופה כי יחסי הכיסוי שלה צפויים להיות תנודתיים בשנים הקרובות.

31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	פרפורמה לאחר המרת האג"ח	
8.2	12.7	14.9	6.2	חוב לפי איחוד יחסי ל-NOI לפי איחוד יחסי*
FFO שלילי	38.4	31.4	13.1	חוב לפי איחוד יחסי ל-FFO לפי איחוד יחסי*
30.6	50.9	14.5	7.7	חוב פיננסי בדו"ח חברה מאוחד ל-NOI חברה מאוחד
FFO שלילי	259.0	35.9	19.1	חוב פיננסי בדו"ח חברה מאוחד ל-FFO חברה מאוחד

* נתוני החוב, ה-NOI וה-FFO חושבו כולם על בסיס איחוד יחסי של חברות כלולות.

נספח – סקירת שוק הנדל"ן בפולין

שוק הנדל"ן למגורים מודרניים בחלק ממדינות מרכז-מזרח אירופה נמצא בצמיחה משמעותית. רוב דירות המגורים הקיימות מיושנות מאוד, ומספר הדירות המודרניות הינו נמוך ביחס למספר התושבים, בהשוואה למערב אירופה. הביקוש למגורים מוזן על ידי הצמיחה בקצב הכלכלה והעלייה ברמת ההכנסה הפנויה. פרמטר קריטי המכתיב את קצב הביקושים לדירות מגורים במדינות אלו הינו מידת הפיתוח והשכלול של שוק המשכנתאות.

פולין - בפולין הביקושים לדירות חדשות נמצאים בעלייה חדה מזה זמן, בעיקר בוורשה ובקרקוב, בעוד שבשאר הערים העלייה בביקושים מצויה בשלבים התחלתיים. גורמים עיקריים לגידול זה הינם: המבנה הדמוגרפי של קוני הדירות שכיום הם צעירים בשנות ה-30 לחייהם שמהווים כ-30% מאוכלוסיית הערים בפולין; גידול בהשקעות של משקיעים מחו"ל כתוצאה מהצטרפותה של פולין לאיחוד האירופי; זמינות של משכנתאות וירידה בריביות על משכנתאות. שוק הנדל"ן למגורים בפולין ראה עלייה גדולה גם במחירים, במיוחד בערים הגדולות. ניתן ליחס עליה זו לעובדה שהביקוש גובר בצורה ניכרת על ההיצע בשוק וכן לכך שעלות הבנייה עלתה כתוצאה ממחסור בעובדים והתייקרות חומרי בנייה. כמות התחלות הבנייה נמוכה יחסית לביקוש בשל מחסור בתכנון בנייה בערים ולכן תחום הבנייה למגורים מתפתח הכי הרבה באזורים בהם יש מתחמים מוגדרים לבנייה למגורים. מחירי הדירות בגדאנסק, בה צפוי לקום פרויקט המגורים הגדול של החברה, צמחו בשיעור של כ-7%. בפולין ניכרת התפתחות כלכלית גבוהה וגידול מהותי בהשקעות הזרות בעקבות הצטרפותה של המדינה לגוש האירו בשנת 2004. שיעור הצמיחה עמד בשנת 2006 על 5.8% והצמיחה הצפויה לשנת 2007 הינה כ-6.1%. שיעור האינפלציה התמתן החל משנת 2005 והצפי לשנת 2007 הוא שיעור אינפלציה של כ-2.3%.

אינדיקטורים כלכליים עיקריים על פולין (שנת 2006) מרוכזים בטבלה הבאה:

פולין	
38.6	אוכלוסייה (מ')
328.1	תמ"ג נומינלי (מיליארדי דולר)
6.1%	צמיחה ריאלית בתמ"ג (%)
8,898	תמ"ג לנפש (דולר)
14.9%	שיעור אבטלה
1.4%	שיעור אינפלציה (%)
A2	דירוג Moody's למדינה

מקור: נתוני Moody's ואתר ה-CIA.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמש במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר : CRV080108250M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן : "מידרוג") 2008.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן : "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו : www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.